

金山办公 (688111.SH)

2025H1 经营保持稳健，AI 与协作持续推进

事件: 8月20日晚，公司发布《2025年半年度报告》，实现营业收入 26.57 亿元，同比增长 10.12%；归属于母公司所有者净利润 7.47 亿元，同比增长 3.57%；归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 7.27 亿元，同比增长 5.77%；经营活动产生的现金流量净额 7.38 亿元，同比增长 17.51%。符合市场预期。

2025H1 公司经营稳健，WPS AI 用户数快速提升。 1) 2025Q2 单季度，公司实现营业收入 13.56 亿元，同比增长 14.14%；归母净利润 3.44 亿元，同比下降 2.83%；现金流量净额 7.03 亿元，同比增长 48.06%。2) 分业务来看，报告期内，公司 WPS 个人业务实现收入 17.48 亿元，同比增长 8.38%，符合市场预期。月活延续稳健增长态势，截至 2025 年 6 月 30 日，WPS Office 全球月度活跃设备数为 6.51 亿，同比增长 8.56%。其中，PC 版月活 3.05 亿，同比增长 12.29%；移动版月活 3.46 亿，同比增长 5.48%。3) 分区域而言，国内 WPS 个人业务收入 16.19 亿元，国内累计年度付费个人用户数 4,179 万，同比增长 9.54%；海外来看，WPS 个人业务收入 1.29 亿元，累计年度付费个人用户数达到 189 万。4) 报告期末，国内 WPS AI 月度活跃用户数已达到 2951 万，反映了在 AI 新时代下，公司抓紧抢占客户心智，吸引、激活并持续运营 C 端用户，在智慧办公领域持续稳定自身优势。2025 年，基于 WPS AI 3.0，公司推出 AI 改文档、灵犀语音助手、WPS AI PPT、WPS 知识库等全新功能，率先定义并开启我国办公的智能体时代。此外，7 月 27 日，公司在世界人工智能大会上正式发布 WPS AI 3.0 版本——WPS 灵犀，标志着公司 AI 能力由工具型应用向协同智能体转变。

WPS 365 新平台高速推进，软件业务增速明显回升。 1) 报告期内，公司 WPS 365 业务继续保持高速增长，收入 3.09 亿元，同比增长 62.27%。新增的标杆客户包括中国联通、长江三峡集团、中国电气装备集团、中国宝武、中国银联、江苏银行、华大基因、金龙鱼、蒙牛乳业、视源股份等知名企业。从合同负债来看，截至 2025 年 6 月 30 日，公司合同负债总额达 22 亿元。2) WPS 软件业务而言，2025H1，公司实现收入 5.42 亿元，同比下降 2.08%；其中，Q2 单季度实现收入 2.8 亿元，同比增长 26.23%，增速显著修复。公司积极参与中央及地方政企用户国产办公软件招标，报告期内，公司产品在流式及版式文档市场的占有率继续保持领先地位。

AIGC 加速迭代，公司坚定投入研发巩固优势。 1) 国内来看，2024 年底 DeepSeek 大幅降本、2025 年百度正式开源文心 4.5 系列 10 款模型；全球来看，OpenAI、Google 等新模型层出不穷，AIGC 底层大模型正在快速迭代。2) 公司凭借多年在办公领域深厚技术积累，在产品更新迭代过程中，公司进一步巩固在行业的领先地位，研发费用呈快速增长趋势。2025H1，公司研发费用率为 36.07%，相较于去年同期增加 2.6 个 pct，作为国产办公软件龙头企业，有望深度受益于 AI 大时代发展。

维持“买入”评级。 考虑 WPS AI、WPS 365 及信创业务处于上升周期，且公司为抢占 AI 与协作的卡位，将继续投入研发与销售。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 59.39、71.96、88.73 亿元；归母净利润 17.84、22.12、28.38 亿元，维持“买入”评级。

风险提示: AI 推进不及预期、行业竞争加剧、下游 IT 开支收紧、宏观经济波动。

| 财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 4,556 | 5,121 | 5,939 | 7,196 | 8,873 |
| 增长率 yoy (%) | 17.3 | 12.4 | 16.0 | 21.2 | 23.3 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,318 | 1,645 | 1,784 | 2,212 | 2,838 |
| 增长率 yoy (%) | 17.9 | 24.8 | 8.4 | 24.0 | 28.3 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 2.84 | 3.55 | 3.85 | 4.77 | 6.13 |
| 净资产收益率 (%) | 13.2 | 14.5 | 14.1 | 15.4 | 17.2 |
| P/E (倍) | 118.8 | 95.2 | 87.8 | 70.8 | 55.2 |
| P/B (倍) | 15.7 | 13.8 | 12.3 | 10.9 | 9.5 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|------------------|------------|
| 行业 | 软件开发 |
| 前次评级 | 买入 |
| 08 月 28 日收盘价 (元) | 338.00 |
| 总市值 (百万元) | 156,554.60 |
| 总股本 (百万股) | 463.18 |
| 其中自由流通股 (%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 6.37 |

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号: S0680518050002

邮箱: yangran@gszq.com

分析师 陈芷婧

执业证书编号: S0680523080001

邮箱: chenzhijing3659@gszq.com

相关研究

- 《金山办公 (688111.SH): WPS365 助推组织客户升级, AI 时代下抓紧抢占用户心智》 2025-03-25
- 《金山办公 (688111.SH): 24Q3 业绩符合预期, 信创局部有所显现》 2024-10-29
- 《金山办公 (688111.SH): 机构订阅转型稳健推进, AIGC 商业化效果初步落地》 2024-08-22

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 10147 | 6105 | 7557 | 9460 | 12121 |
| 现金 | 3478 | 898 | 2883 | 4072 | 5964 |
| 应收票据及应收账款 | 569 | 510 | 692 | 803 | 956 |
| 其他应收款 | 50 | 70 | 62 | 84 | 106 |
| 预付账款 | 22 | 14 | 29 | 30 | 33 |
| 存货 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 其他流动资产 | 6027 | 4612 | 3890 | 4470 | 5060 |
| 非流动资产 | 3827 | 9808 | 10327 | 10876 | 11356 |
| 长期投资 | 1094 | 1563 | 2043 | 2576 | 3070 |
| 固定资产 | 69 | 297 | 302 | 320 | 351 |
| 无形资产 | 87 | 79 | 66 | 55 | 44 |
| 其他非流动资产 | 2577 | 7869 | 7915 | 7925 | 7891 |
| 资产总计 | 13974 | 15913 | 17884 | 20336 | 23477 |
| 流动负债 | 3154 | 3462 | 4098 | 4897 | 5905 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 453 | 446 | 527 | 653 | 759 |
| 其他流动负债 | 2700 | 3016 | 3572 | 4243 | 5147 |
| 非流动负债 | 801 | 1014 | 1008 | 1001 | 1001 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 801 | 1014 | 1008 | 1001 | 1001 |
| 负债合计 | 3954 | 4476 | 5106 | 5897 | 6906 |
| 少数股东权益 | 71 | 81 | 89 | 97 | 109 |
| 股本 | 462 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| 资本公积 | 5178 | 5441 | 5441 | 5441 | 5441 |
| 留存收益 | 4294 | 5533 | 6866 | 8518 | 10638 |
| 归属母公司股东权益 | 9949 | 11356 | 12689 | 14341 | 16461 |
| 负债和股东权益 | 13974 | 15913 | 17884 | 20336 | 23477 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 2058 | 2196 | 1512 | 2315 | 2931 |
| 净利润 | 1314 | 1655 | 1791 | 2220 | 2850 |
| 折旧摊销 | 125 | 115 | 156 | 162 | 189 |
| 财务费用 | 9 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -219 | -370 | -430 | -502 | -594 |
| 营运资金变动 | 807 | 732 | -13 | 424 | 484 |
| 其他经营现金流 | 21 | 55 | 8 | 11 | 3 |
| 投资活动现金流 | -5210 | -4274 | 929 | -559 | -322 |
| 资本支出 | -166 | -175 | -176 | -160 | -166 |
| 长期投资 | -5171 | -4361 | 690 | -886 | -745 |
| 其他投资现金流 | 127 | 262 | 415 | 487 | 589 |
| 筹资活动现金流 | -385 | -501 | -458 | -566 | -718 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 236 | 263 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -621 | -764 | -458 | -566 | -718 |
| 现金净增加额 | -3539 | -2579 | 1984 | 1190 | 1891 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4556 | 5121 | 5939 | 7196 | 8873 |
| 营业成本 | 670 | 761 | 884 | 1054 | 1263 |
| 营业税金及附加 | 37 | 49 | 54 | 65 | 81 |
| 营业费用 | 967 | 991 | 1218 | 1457 | 1791 |
| 管理费用 | 444 | 403 | 475 | 612 | 754 |
| 研发费用 | 1472 | 1696 | 2108 | 2519 | 2928 |
| 财务费用 | -95 | -16 | -13 | -43 | -61 |
| 资产减值损失 | -7 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 142 | 176 | 259 | 324 | 306 |
| 公允价值变动收益 | -3 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 219 | 370 | 430 | 502 | 594 |
| 资产处置收益 | 5 | 0 | 3 | 6 | 3 |
| 营业利润 | 1401 | 1741 | 1899 | 2354 | 3015 |
| 营业外收入 | 1 | 4 | 2 | 2 | 3 |
| 营业外支出 | 12 | -5 | 6 | 8 | 3 |
| 利润总额 | 1390 | 1750 | 1895 | 2348 | 3014 |
| 所得税 | 75 | 95 | 103 | 128 | 164 |
| 净利润 | 1314 | 1655 | 1791 | 2220 | 2850 |
| 少数股东损益 | -3 | 10 | 8 | 8 | 12 |
| 归属母公司净利润 | 1318 | 1645 | 1784 | 2212 | 2838 |
| EBITDA | 1216 | 1496 | 2038 | 2466 | 3142 |
| EPS (元/股) | 2.84 | 3.55 | 3.85 | 4.77 | 6.13 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 17.3 | 12.4 | 16.0 | 21.2 | 23.3 |
| 营业利润(%) | 17.1 | 24.3 | 9.1 | 24.0 | 28.1 |
| 归属母公司净利润(%) | 17.9 | 24.8 | 8.4 | 24.0 | 28.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 净利率(%) | 28.9 | 32.1 | 30.0 | 30.7 | 32.0 |
| ROE(%) | 13.2 | 14.5 | 14.1 | 15.4 | 17.2 |
| ROIC(%) | 10.2 | 11.3 | 13.8 | 15.0 | 16.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 28.3 | 28.1 | 28.6 | 29.0 | 29.4 |
| 净负债比率(%) | -33.9 | -6.9 | -21.7 | -27.5 | -35.4 |
| 流动比率 | 3.2 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.1 |
| 速动比率 | 2.1 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 8.6 | 9.6 | 10.0 | 9.7 | 10.2 |
| 应付账款周转率 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.84 | 3.55 | 3.85 | 4.77 | 6.13 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 4.44 | 4.74 | 3.26 | 5.00 | 6.33 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 21.48 | 24.52 | 27.40 | 30.96 | 35.54 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 118.8 | 95.2 | 87.8 | 70.8 | 55.2 |
| P/B | 15.7 | 13.8 | 12.3 | 10.9 | 9.5 |
| EV/EBITDA | 117.3 | 88.0 | 75.5 | 61.9 | 48.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com